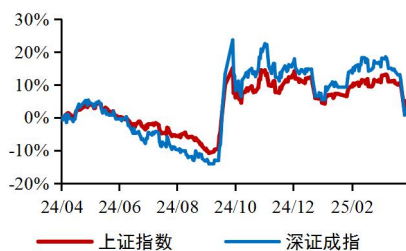


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 10 日 星期四

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,186.81	1.31
深证成指	9,539.89	1.22
沪深 300	3,686.79	0.99
中小板指	5,937.04	0.90
创业板指	1,858.36	0.98
科创 50	980.57	4.31

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【行业评论】通信：周跟踪（20250331-20250406）——全球关税摩擦升级，把握自主可控和科技内需板块

【行业评论】化学原料：新材料周报（250331-0404）-中美关税政策危中有机，国产替代+自主可控重要性凸显

【公司评论】协创数据(300857.SZ)：协创数据（300857.SZ）：全年业绩保持高增，算力业务驱动未来增长

【行业评论】【山证电新】20250409 光伏产业链价格跟踪

【行业评论】离境退税“即买即退”全国推广带动入境游及相关旅游零售环节释放发展潜力



【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20250331-20250406）——全球关税摩擦升级，把握自主可控和科技内需板块

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 行业动向：

➤ 1) 美国“对等关税”引发全球资本市场避险情绪

➤ 4月2日，美国单方面宣布“对等关税”政策，对所有贸易伙伴征收10%关税，部分国家税率高达49%。市场对于全球供应链断裂、通胀飙升以及由此导致美国经济衰退的担忧引发市场的避险情绪持续下行。4月4日，国务院关税税则委员会宣布了对美反制措施，对原产于美国的所有进口商品在现行税率基础上加征34%关税。通信设备制造业作为全球主要出口方此次或面临成本提升和需求萎缩不确定性冲击，但我们认为，市场情绪放大了本次关税利空影响，积极看好深度调整后的海外出口链反弹、算力价值风格调仓以及高端芯片国产替代机会。

➤ 2) 海外算力链：关税冲击风险敞口有限，产品创新迭代仍然不止

➤ 首先，由于北美客户数据中心全球分布，光模块等环节对美直接出口有限，根据国内今年1-2月光模块累计出口数据，对美直接出口金额仅占40%。其次，光模块企业过去2年已做了充分的供应链调整，将最大限度减少关税成本，中际旭创在4月6日投资者关系活动上表示，“海外客户目前还没有调整任何的需求和订单，公司目前已经具备全面在泰国生产光模块的能力”。第三，根据美国白宫最新发布的对等关税行政命令附件三，“美国元素”价值占比超过20%的产品该价值部分有望申请豁免关税。目前光模块等出口通信设备产品芯片多为客户指定，可豁免的价值比例较大。第四，上游环节如无源光器件、高速铜缆裸线多直接发往最终组装厂不直接承担关税，传导到上游的关税负担也小的多。最后，我们认为中国企业在精密光学组装、客户定制服务、敏捷制造方面的优势具有巨大转移成本，客户将不得不分摊部分关税成本。因此在风险敞口可控的前提下，建议关注超跌反弹机会。

➤ Meta在上周末发布了最新的Llama4系列开源模型（包括Scout、Maverick、Behemoth），Maverick目前在Arena开放模型中排名第一，在困难提示词、编程、数学、创意写作等任务排名均为第一，它拥有128位专家、170亿激活参数，是同类中最好的多模态模型。我们认为，Llama4的推出再次证实了MoE并行优化的重要性，以NVL72为代表的超节点技术仍然是推理集群主流产品。

➤ 3) 关注科技内需与通信芯片供应链安全

➤ 我们认为运营商不仅具有红利价值属性，还是国内央国企AI投入主力军、风向标，有望受益于AI算力网络重塑政企业务价值。此外，我们认为AIDC、算力租赁核心标的受益于核心芯片供应紧张和自上

而下投资加码，具有类固收价值属性。自主可控方面，中国移动将在 4 月 10 日的 2025 中国移动云智算大会上发布智算互联双引擎 GSE 和 OISA 推进计划，自主可控“UEC”和“NVLINK”有望加速国产铜连接、交换芯片、接口 IP、光模块和超节点机柜组装发展。通信设备上游国产替代已进入深水区，我们认为高端 ADDA、PHY、基带、交换、射频前端发展必将加速。

- 建议关注：算力红利价值：中国移动、中国联通、中国电信、中国铁塔、中国通信服务、润泽科技、光环新网；自主可控：翱捷科技、裕太微、盛科通信、寒武纪、芯原股份、灿芯股份、臻镭科技；军工信息化和卫星互联网：长盈通、邦彦技术、智明达、复旦微电、长江通信、银河电子。
- 市场整体：本周（2025.3.31-2025.4.3）市场整体下跌，上证综指跌 0.28%，申万通信指数跌 0.79%，科创板指数跌 1.11%，沪深 300 跌 1.37%，深圳成指跌 2.28%，创业板指数跌 2.95%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为运营商（+1.76%）、工业互联网（+0.96%）、卫星通信（+0.34%）。从个股情况看，东土科技、震有科技、三旺通信、光迅科技、源杰科技涨幅领先，涨幅分别为+9.31%、+6.26%、+6.20%、+5.48%、+5.03%。移远通信、拓邦股份、广和通、宝信软件、瑞可达跌幅居前，跌幅分别为-10.66%、-8.05%、-6.95%、-6.75%、-6.35%。
- 风险提示：
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【行业评论】化学原料：新材料周报（250331-0404）-中美关税政策危中有机，国产替代+自主可控重要性凸显

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- 二级市场表现
- 市场与板块表现：本周新材料板块下跌。新材料指数跌幅为 2.82%，跑赢创业板指 0.90%。近五个交易日，合成生物指数上涨 3.10%，半导体材料下跌 0.28%，电子化学品上涨 0.52%，可降解塑料下跌 0.90%，工业气体上涨 4.31%，电池化学品下跌 4.37%。
- 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）
- 氨基酸：缬氨酸(13750 元/吨，-4.51%)、精氨酸(31000 元/吨，-3.13%)、色氨酸(48500 元/吨，-5.83%)、蛋氨酸(22000 元/吨，1.38%)
- 可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(18000 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17000 元/吨，不变)、PBS(18000 元/吨，不变)、PBAT(10100 元/吨，不变)
- 维生素：维生素 A(94000 元/吨，-1.05%)、维生素 E(123000 元/吨，不变)、维生素 D3(240000 元/吨，

不变)、泛酸钙(51000 元/吨, -0.97%)、肌醇(32500 元/吨, 不变)

- 工业气体及湿电子化学品: UPSSS 级氢氟酸(11000 元/吨, 不变)、EL 级氢氟酸(6200 元/吨, 3.33%)
- 塑料及纤维: 碳纤维(83750 元/吨, 不变)、涤纶工业丝(8800 元/吨, 不变)、涤纶帘子布 2 月出口均价为(17280 元/吨, 0.75%)、芳纶(9.74 万元/吨, -1.28%)、氨纶(27000 元/吨, 不变)、PA66(17000 元/吨, -0.58%)、癸二酸 2 月出口均价为 27147 元/吨, 较上月上涨 0.25%。
- 投资建议
- 中美关税政策危中有机, 国产替代+自主可控重要性凸显。1) 国产替代: 关税政策有望倒逼国内高性能树脂和纤维材料进口替代加速。国内从美国进口的新材料主要集中在技术含量高、国内产业链尚待突破的领域, 包括 PA66、碳纤维、芳纶、PEEK 树脂、LCP 材料、贵金属催化剂等高性能材料。关税政策有望倒逼国内相关企业加大研发提升产品质量, 推动下游供应链国产替代进程加速, 突破国外的技术封锁和贸易壁垒。2) 自主可控: 在自主可控领域方面, 建议关注半导体材料方向。半导体材料方面, 2024 年来全球半导体行业景气持续回升, 海外加大对华半导体产业限制, 国内半导体领域自主可控重要性愈发提升。尤其是具身智能、AI 等新兴产业发展推动上游材料升级迭代加速, 对于原材料企业的生产、工艺、产品质量和需求响应速度提出了更高的要求。半导体相关材料的国产化进程或将进一步加快, 进而推动相关龙头企业投资价值的提升。持续建议关注光刻胶、电子特气、湿电子化学品、电镀液、电子树脂等细分领域。3) 产业升级: 国内油气资源对外依赖度高, 重视生物制造产业机会。我国煤炭资源比较丰富, 在油气资源方面进口依赖度高, 中美关税政策会直接抬升化工新材料产品的原材料价格, 另外在全球贸易政策不确定性增强的背景下, 非关税壁垒比如环保主义等也会增加国内石油基化工新材料的出口成本。生物制造有望打破原料/产品进口以来保障供应链安全, 通过生物法打破传统路线对石油基原料的依赖, 建议关注原料端生物基材料对油气资源的替代, 技术路线端关注合成生物技术在各个行业的加速渗透。
- 风险提示
- 原材料价格大幅波动的风险; 政策风险; 技术发展不及预期的风险; 行业竞争加剧的风险。

【公司评论】协创数据(300857.SZ): 协创数据 (300857.SZ): 全年业绩保持高增, 算力业务驱动未来增长

方闻千 fangwenqian@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 3 月 31 日, 公司发布 2024 年年报, 其中, 2024 全年公司实现收入 74.10 亿元, 同比增长 59.08%; 全年实现归母净利润 6.92 亿元, 同比高增 140.80%, 实现扣非净利润 6.71 亿元, 同比高增 144.33%。2024 年四季度公司实现收入 20.15 亿元, 同比增 40.97%; 四季度实现归母净利润 1.35 亿元, 同比增长

47.32%，实现扣非净利润 1.25 亿元，同比增长 48.45%。

➤ 事件点评

➤ 各项业务均保持快速增长，业务结构优化叠加成本管控推动盈利能力显著提升。分业务看，1) 数据存储：随着公司积极布局算力服务器存储及自研存储芯片，并持续加大软硬件投入力度，2024 年公司数据存储业务实现收入 44.57 亿元，同比增长 54.98%；2) AIoT 终端：2024 年实现收入 22.59 亿元，同比增长 60.82%，其中，云视频平台、海外智慧安防、机器人、无人零售与大健康业务占比明显提升；3) 服务器再制造：公司服务器再制造业务产能持续爬坡，销售规模稳步提升，并且业务占比也得到进一步提升；4) 算力云服务：跨境电商云、云手机、云计算等业务已与多家头部客户签署合作协议，同时 AI 智能体训推一体平台也正式落地。与此同时，随着高毛利率业务占比提升以及供应链管理优化和无人工厂建设推动成本下降，2024 年公司毛利率达 17.36%，较上年同期提高 3.79 个百分点。在利润端，公司费用率保持稳定，2024 年期间费用率较上年同期降低 0.19 个百分点。而全年公司净利率达 9.27%，较上年同期提高 3.13 个百分点。

➤ 供需两端齐发力，智算中心及算力租赁业务有望成为公司未来新增长点。2024 年 10 月，公司控股子公司奥佳软件正式取得英伟达 NCP (NVIDIA CLOUD PARTNER) 资质，成为通过英伟达高级别认证的合作伙伴，在 GPU 供应上具备显著优势。同时，公司积极进行服务器采购并部署算力节点，今年 3 月 8 日，公司发布公告称将用不超过 30 亿元采购服务器，用以提供算力租赁服务，并预计服务器将于 4 月份交付；目前，公司已在全球范围内构建 25 个超算中心，并在上海、武汉、成都、合肥以及美国、马来西亚等地投入大量 ARM 算力和智能体训推一体算力。从需求端看，公司已与中移国际、优必达等多家头部企业签约，并在云游戏和云手机领域向国内头部游戏公司提供服务，以及在电商领域为客户提供跨境电商 FCloud 平台服务。

➤ 投资建议

➤ 公司在传统业务数据存储和 AIoT 终端业务保持稳健增长的同时，作为国内服务器再制造龙头厂商，未来算力云业务等新兴业务有望推动公司收入高速增长。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 4.43\5.80\7.47，对应公司 4 月 8 日收盘价 90.91 元，2025-2027 年 PE 分别为 20.52\15.68\12.17，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 技术研发风险，全球化经营风险，原材料价格上涨的风险。

【行业评论】【山证电新】20250409 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

➤ 多晶硅 价格持平：根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 40.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 38.0 元/kg，较上周持平。本周多晶硅企业成交数量极少，大多数企业反馈下游采购需求不足，4 月订单难

以落地。本周价格持稳的主要原因在于实际成交数据的不足。包括部分主要大厂在内，多晶硅企业的对外报价普遍有所松动，若近期企业有较大数量的签单，价格可能将会有所下调。据统计4月多晶硅企业排产维持在10.5万吨左右，但二季度末即将到来的丰水期复产预期给多晶硅企业带来一定的出货压力。由于企业已长期处于亏损现金成本的状态，价格下探的空间应该较为有限。



➤ **硅片 价格持平：**150um 的 182mm 单晶硅片均价 1.15 元/片，较上周持平；130um 的 183mm N 型硅片均价 1.3 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.55 元/片，较上周持平。抢装结束后需求预期下降，后续供需逐渐平衡，预计硅片价格持稳运行为主。



➤ **电池片 价格结构性下降：**M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.31/W，较上周持平；TOPCon 电池片均价为 0.310 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；182*210mm N 型电池片价格为 0.33 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 2.9%。国内抢装潮接近尾声，但海外市场可能延缓需求回落速度。受海外订单支撑及硅片成本高位影响，预计短期价格维持稳定。



➤ **组件 价格结构性下降：**182mm 双面 PERC 组件均价 0.65 元/W，较上周持平；182mm TOPCon 双玻组件价格 0.745 元/W，较上周下降 0.7%。4 月初抢装需求渐弱，供需关系可能转向宽松。海外来看，欧洲进口组件价格小幅上涨，美国“对等关税”政策加剧价格波动预期。4 月国内组件排产预计 55-56GW，尽管排产维持高位，但抢装结束后需求可能回落，预计短期价格维持平稳。



➤ **光伏玻璃 价格持平：**3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 22.0 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 14.0 元/m²，较上周持平。



➤ **重点推荐：**BC 新技术方向：#爱旭股份、隆基绿能； 供给侧改善方向：#福莱特； 海外布局方向：#横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。



➤ **风险提示：**光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

【行业评论】离境退税“即买即退”全国推广带动入境游及相关旅游零售环节释放发展潜力

王冯 wangfeng@sxzq.com

- 4月8日，国家税务总局发布《关于推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施的公告》，明确从8日起，离境退税“即买即退”服务措施在全国推广，此前“即买即退”已先后在上海、北京、广东、四川、浙江等地开展试点。境外旅客是指在境内连续居住不超过183天的外国人和港澳台同胞，免税商品主要免去进口环节的增值税、消费税和关税，离境退税主要针对境外人士、他们可以在退税商店消费时直接免掉增值税（适用于增值税率13%物品退税率为11%，适用于9%税率的物品退税率为8%）。
- 这一措施是“离境退税”政策的升级优化，旨在为境外旅客提供更加便捷、多样化的退税选择。退税政策核心目的是鼓励游客消费、促进消费回流、提升旅客国际竞争力。与传统“离境退税”办理流程相比，“即买即退”最大亮点在于将退税环节提前，境外旅客在购物环节可以拿到购物款，可以更加直观的感受退税带来的优惠，同时有利于旅客在购物现场领取退税款用于再消费。
- 2024年中国中免营收565亿元，其中三亚市内免税收入204亿元、占比36%，海口免税城收入56亿元，占比10%，海免公司收入36亿元、占比6%，日上上海（浦东机场免税店）收入160亿元、占比28%，国内免税业务合计456亿元、占比81%。从海南公布的离岛免税零售额数据来看，2025年1-2月，海南离岛免税销售额84亿元，同比下滑13%，下滑幅度较之前30%有所收窄，3月之后海南离岛免税销售额同比基数将变低，降幅有望进一步收窄。
- 2024年国内共接待入境游客1.32亿人次/+61%，恢复至2019年九成以上，远高于2023年恢复水平。截至2024年底，中国对38个国家实行单方面免签入境政策，加上与中国已经全面互免签证的25个国家，共63个国家的公民可持普通护照免签来华。其中，港澳台地区入境游客1.05亿人次/+54%，占入境旅游市场八成左右；外国人入境旅游市场复苏步伐加快，游客达2694万人次/+96%。
- **投资建议：**我们认为入境游及相关旅游零售消费或成为拉动内需的重要补充环节。在增加单方/双方免签入境国家和外国人境内购物“即买即退”的政策推动下，将进一步优化境外游客境内消费环境、增强入境游吸引力，国内消费和再消费环节有望长期受益。1）免税旅游零售将直接受益于入境增量市场，建议关注标的：中国中免；2）传统旅游相关产业链有望受益于入境游客带来的扩容市场，建议关注：众信旅游、首旅酒店、锦江酒店。
- 风险提示：居民消费不及预期风险；行业竞争加剧风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

